

## ～マクロ経済関連～

## 7～9月期 GDP は市場予想を上回る+4.9%

— 回復持続性は慎重にみる必要 —

## &lt;要旨&gt;

- ✓ 2023年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.9%で着地した。景気の実勢を示す前期比では、4～6月期に比べて「加速」しており、政府の掲げる5%前後の成長率達成がほぼ確実となった
- ✓ これまで景気の足かせとなっていた小売（消費活動）に加え、工業生産、輸出に持ち直しの兆しがみられたほか、低迷が続く不動産についても政策効果が一部の関連する指標に反映され始めた
- ✓ ただし、これら「サイン」が示す持ち直しの持続性や力強さを補強する材料は、現時点で十分とは言えず、景気の先行きについては楽観視できない。特に、10～12月期の経済指標は、前年要因から実態以上に良好な数値が並ぶとみられ、今後は景気実態をより正確に見極めていくべき局面へ

## &lt;目次&gt;

- 2023年の成長率目標の達成はほぼ確実に
- 消費の先行きを左右する雇用・所得環境の改善は道半ば
- いくつかの分野で景気持ち直しの兆しも持続性には疑問



MIZUHO

瑞穂銀行

— WeChat公式アカウント —

## ■ 2023年の成長率目標の達成はほぼ確実に

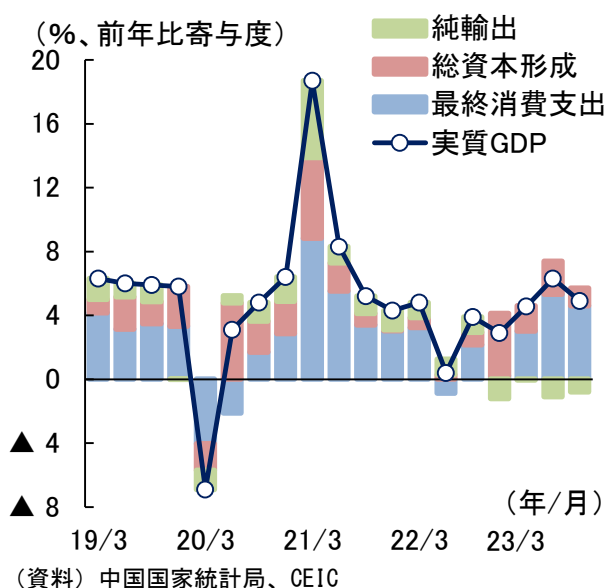
2023年7～9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+4.9%と前期（4～6月期）（同+6.3%）より鈍化したが、前期比で見れば加速した（同+0.5%→同+1.3%）（図表1、2）。2023年4～6月期は、前年同時期の新型コロナウイルスによる停滞期の反動増が含まれることから、2023年7～9月期における景気の実勢は「加速」という評価が適切だろう。2023年1～9月の実質GDP成長率は前年同期比+5.2%となり、前年10～12月期の低成長に起因するベース効果を踏まえれば、政府の掲げる今年（2023年）の目標（5%前後）の達成は確実なものとなった。

また、7～9月期の成長率は市場予想に対して上振れた（予想値：前年同期比+4.4%、前期比+1.0%）。9月の主要統計のなかで、市場コンセンサスを上回った小売売上高や輸出（米ドル建）が要因とみられる。以下では、これまで景気の足かせとなっていた小売売上高（消費活動）や不動産投資を中心に、7～9月期の状況と先行きについて触れたい。なお、中国経済の指標は前年比で論じることが通常であるが、コロナ禍に見舞われた前年との比較では実態をとらえられない場合があり、前期比（前月比）の動向も踏まえて考察する。

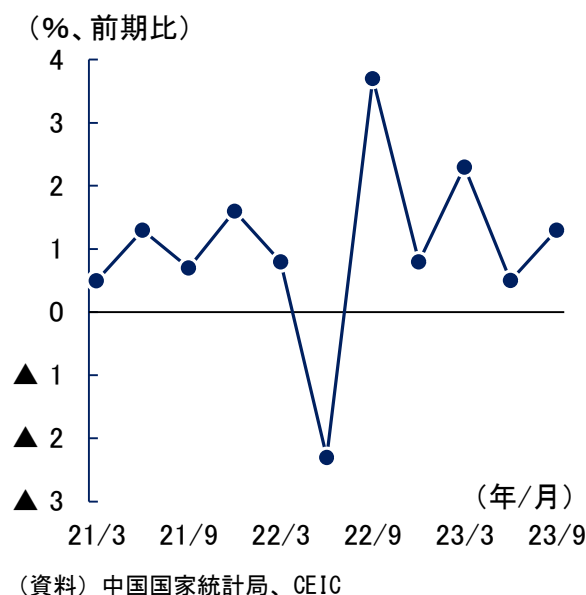
## ■ 消費の先行きを左右する雇用・所得環境の改善は道半ば

7～9月期における最終消費支出（前年比）のGDP成長率への寄与度は（4.9%のうち）4.6%ptを占め貢献度が大きく（図表1）、弊社の試算では前期比でも同様のことが言える。また、9月の小売売上高（前年同月比+5.5%）は市場予想を上回った。ただし、小売売上高の季節調整済前月比（以下、前月比）の推移をみると、4～6月期に比べて伸びは鈍化している（図表3）。これは、財と飲食サービスに分解される小売売上高には飲食以外のサービス分野は含まれておらず、旅行需要（宿泊・運輸等）をはじめとするサービス消費が寄与した可能性がある。また、最終消費支出には、小売売上高が捉えられない政府支出が含まれることも考慮する必要がある<sup>1</sup>。

図表1 実質GDP成長率（前年比）



図表2 実質GDP成長率（前期比）



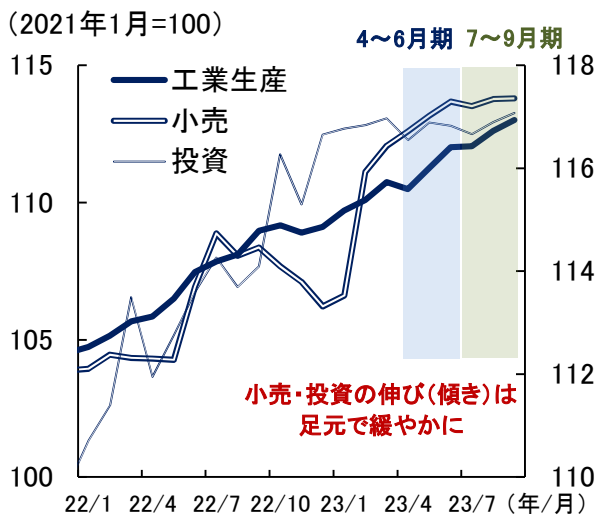
<sup>1</sup> このほか、最終消費支出は実質値である一方、小売売上高は名目値であるなど、GDPを構成する項目と月次の経済指標には異なる点が複数ある

持ち直しがみられる消費活動の先行きについては、雇用・所得環境がポイントになる。これらが改善すれば、消費回復の本格化が現実味を帯びる。9月の都市部調査失業率は5.0%と8月(5.2%)と比較して低下したが、製造業・非製造業PMI(購買担当者景気指数)における雇用指数に改善はみられない(図表4)。また、一人当たり可処分所得の伸び率も前年の低下幅を踏まえれば十分に持ち直しているとはいえ(図表5)、10~12月期の消費については、依然として楽観視はできないと考える。

■ いくつかの分野で景気持ち直しの兆しも持続性には疑問

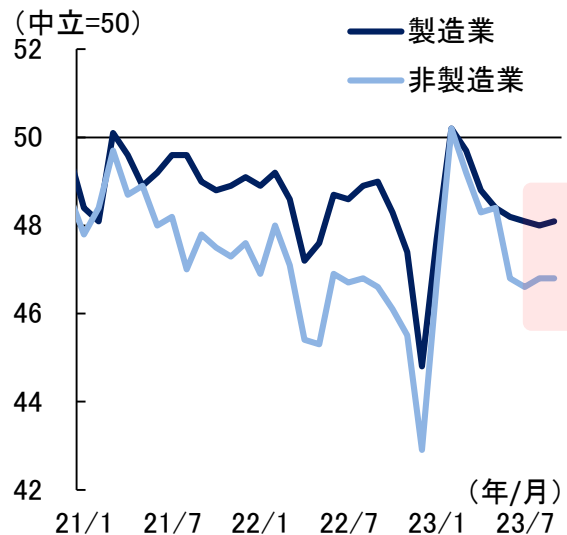
固定資産投資については、前年同期比+1.9%(7~9月期)(前期:同+3.0%)と減速した。前期比の推移からは小幅に改善しているものの力強さにかける(図表6)。項目別にみれば、不動産開発投資はマイナス圏での推移が2022年3月以降継続しており、製造業とインフラ投資がけん引する構図は変わらない(図表6)。

図表3 主要経済指標



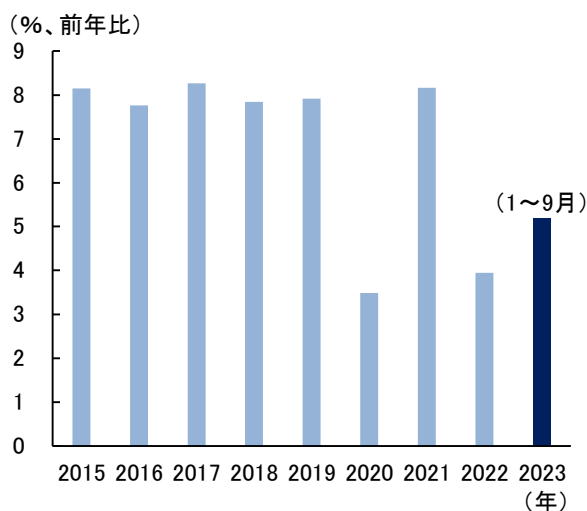
(注) 前月比をもとに2021年1月を100として計算  
(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表4 製造業・非製造業PMI(雇用)



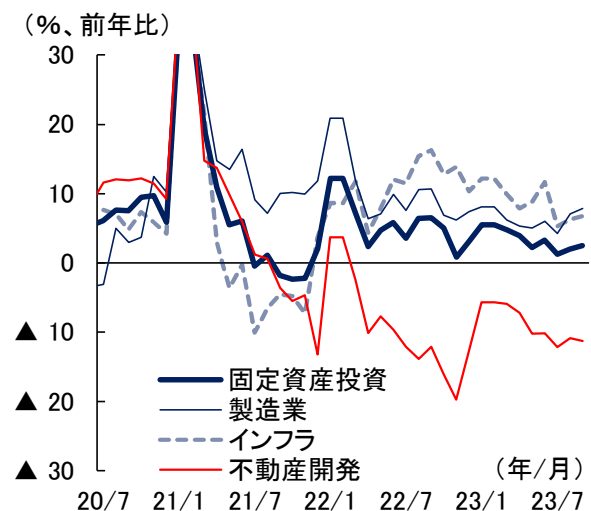
(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表5 一人当たり可処分所得



(注) 名目値、都市部  
(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表6 固定資産投資



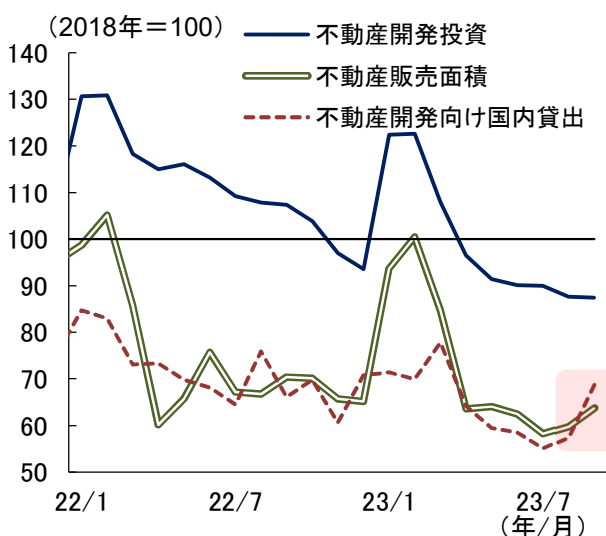
(注) 公表済累計伸び率より単月実績を計算  
(資料) 中国国家统计局、CEIC

足かせとなっている不動産については、7～9月の購入制限緩和をはじめとする各種てこ入れ策<sup>2</sup>をうけて、月次指標の一部で持ち直しの兆しがみられる（図表7）。もちろん、不動産開発投資そのものは減少トレンドが続いており、仮に政策効果が持続したとしても投資が復調するにはなお時間を要するだろう。今般の緩和策の効果は1・2級都市に限定されるとみられること<sup>3</sup>、足元で高止まりする在庫状況<sup>4</sup>を考慮すれば、2024年の不動産投資も前年割れが続く可能性が高い。

このほか、工業部門の生産活動は前年同期比+4.2%（7～9月期）（前期：同+4.5%）と概ね増勢を維持した。前月比の推移でも同様の様子がうかがえる（図表3）。図表8の通り在庫調整が進み（生産在庫バランスのマイナス幅が縮小）、9月の輸出が前月比+1.9%<sup>5</sup>と5月以来減少が続いていた状況から持ち直したことが寄与したとみられる（図表9）。

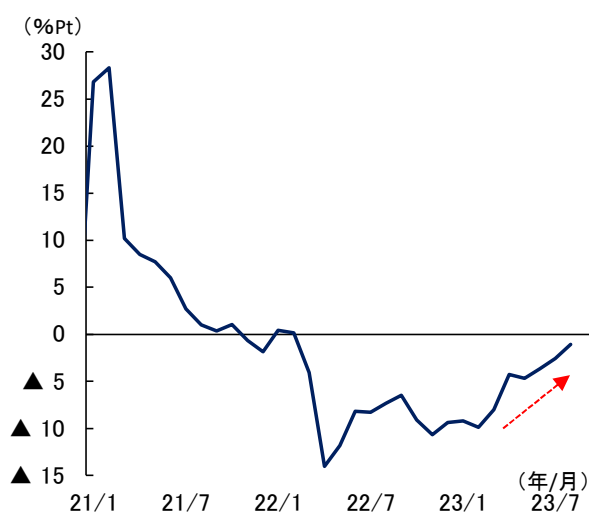
ここまで触れてきたように、停滞感が続いていた中国経済に複数の分野で持ち直しの兆しがみられる。ただし、消費回復のカギとなる雇用情勢のように、現時点ではその持続性や力強さを示す補強材料が十分とは言い難く、筆者としては景気先行きを慎重にみるスタンスに変わりない。他方、足元の10～12月期については、4～6月期と同様に前年の低成長をうけて、（前年比でみた場合）実態以上に良好な経済指標が並ぶことが予想され、今後は景気実態をより正確に見極めていくべき局面になろう。

図表7 不動産関連指標



（注）みずほ銀行（中国）による季節調整値  
（資料）中国国家统计局、CEIC

図表8 生産在庫バランス



（注）生産在庫バランスは、生産前年比－在庫前年比にて計算。在庫はPPIにより実質化  
（資料）中国国家统计局、CEIC

<sup>2</sup> 詳細は、みずほ中国ビジネス・エクスプレス（第676号）（2023年9月8日）をご参照

<sup>3</sup> 詳細は、みずほ中国ビジネス・エクスプレス（経済編/第138号）（2023年9月20日）をご参照

<sup>4</sup> みずほ銀行（中国）の試算では、2022年時点の住宅在庫面積は2019年比12%増加

<sup>5</sup> みずほ銀行（中国）による季節調整済前月比

図表9 輸出入（米ドル建）



(注) みずほ銀行（中国）による季節調整値  
(資料) 中国海関総署、CEIC

みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザー一部 主任エコノミスト 伊藤秀樹

hideki.ito@mizuho-cb.com

Copyright © 2023 Mizuho Bank (China), Ltd.

1. 本資料は法律上・会計上・税務上の助言を目的とするものではありません。本資料中に記載された諸条件及び分析は仮定に基づいており、情報及び分析結果の確実性或いは完全性を表明するものではありません。また、当行との取引においてご開示頂く情報、鑑定評価、各種機関の見解、また政策法規・金融環境等の変化によっては、本資料に記載の仮定やスキームと乖離が生じ、提示した効果が得られない可能性があります。本資料については、そのリスクを充分ご理解の上、貴社ご自身の判断によりご利用下さい。当行は本資料に起因して発生したいかなる損害について、その内容如何にかかわらず、一切責任を負いません。
2. 本資料中に記載された企業情報は、公開情報及び第三者機関から取得した情報に基づいて作成しており、当行が顧客との取引において知りうる機密事項や非公開情報等は一切含まれておりません。
3. 本資料中に記載された情報は、当行が信頼できると考える各方面から取得しておりますが、その内容の正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。また、引用された出所元の資料及び文言に含まれる、または解釈される可能性のある意見や論評は、記載された出所元の意見や論評であり、当行の意見や論評を表明するものではありません。
4. 本資料の著作権は原則として当行に帰属します。本資料については貴社内部の利用に限定され、いかなる目的であれ、いかなる方法においても、無断で本資料の一部または全てを、第三者へ開示、または複製・複製・引用・転載・翻訳・貸与する等の行為について固く禁じます。